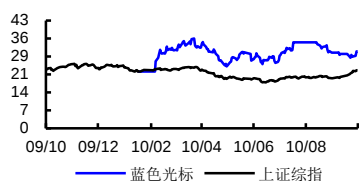


动态报告
传媒
广告营销
蓝色光标(300058)
推荐
2010 年报 3 季报点评

(维持评级)

2010 年 10 月 21 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	30.37
总股本/流通 A 股(百万股)	120.0/30.0
流通 B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0
总市值/流通市值(百万元)	3,644.4/911.1
上证综指/深圳成指	3,003.95/13,130.01
12 个月最高/最低 (元)	53.46/24.58

财务数据

净资产值(百万元)	864.19
每股净资产(元)	7.20
市净率	4.22
资产负债率	5.53%
息率	0.82%

相关研究报告:

《蓝色光标: 成立合资公司, 启动扩张战略》——2010-3-19
 《蓝色光标: 超越公关行业的高速成长》——2010-2-2

分析师: 陈财茂

电话: 021-60933163

E-mail: chencm@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210040007

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩超出预期, 上调盈利预测

●收入利润增速超出预期

蓝色光标前三季度营业收入 3.24 亿元, 同比增长 29.9%, 净利润 5540 万元, 同比增长 38.3%, EPS 为 0.461 元, 收入和净利润增速均超出我们前期预测约 10%。三季度单季度净利润 2320 万元, 同比增长 26.7%, 环比增长 11%, EPS0.194 元。

●季节性决定四季度是收入高点 and 利润低点

公关行业存在很强的季节性效应。一季度是传统淡季, 二、三、四季度逐渐好转。四季度是公司全年单季收入的高点。但由于员工奖金年底计提的原因, 四季度的销售和管理费用为全年最高, 另外由于年底税收清算时对业务招待费扣税的调整, 使得四季度的所得税率为全年最高, 因此尽管四季度是全年收入的高点, 但却是净利润的低点。2009 年四个季度的净利润分别为 990 万元、1180 万元、1830 万元和 800 万元, 四季度净利润甚至低于一季度。简单以前三个季度的平均净利润乘以 4 计算全年净利润是不明智的。

●上调盈利预测, 维持“推荐”评级

基于三季报既有的财务信息和对未来公关行业发展的判断, 我们上调了蓝色光标收入增速的预测, 上调幅度约为 10%。调整后, 2010-12 年, 蓝色光标的收入增长率分别为 29%、24%和 20%, 由此, 2010-12 年 EPS 分别为 0.55 元、0.72 元和 0.86 元, 上调幅度分别为 6.6%、12.7%和 17.1%。当前股价下, 对应的 PE 分别为 56、42 和 36 倍, 维持“推荐”评级。

股价表现的催化剂为: (1) 业绩仍旧存在超预期的可能。(2) 并购取得实质性进展。而投资风险表现在: (1) 2011 年 2 月 26 日, 存在 3358 万股解禁的压力; (2) 9 月 3 日首次停牌筹划并购失败后, 未来三个月不可能发生并购事项, 并购最早也要到 12 月 3 日之后。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	327.30	367.61	475	591	707
(+/-%)	51.07%	12.32%	29.3%	24.3%	19.7%
净利润(百万元)	43.35	48.45	66	87	103
(+/-%)	29.17%	11.75%	35.2%	32.7%	18.1%
每股收益 (元)	0.74	0.81	0.55	0.72	0.86
EBIT Margin		18.91%	18.5%	18.6%	18.6%
净资产收益率 (ROE)	25.23%	23.09%	7.1%	9.0%	10.1%
市盈率 (PE)	41.12	37.61	55.9	42.1	35.7
EV/EBITDA		25.21	40.8	32.5	26.8
市净率 (PB)	10.37	8.68	3.98	3.80	3.61

收入利润增速超出预期

蓝色光标 2010 年前三季度实现营业收入 3.24 亿元，同比增长 29.9%，归属于母公司的净利润 5540 万元，同比增长 38.3%，EPS 为 0.461 元，收入和净利润的增速均超出了我们之前的预测，我们原预计 2010 年全年收入增长 20%，净利润增长 27%，全年 EPS0.51 元，前三季度的增速比我们的预计高出约 10%。

三季度实现营业收入 1.35 亿元，同比增长 27.4%，环比增长 14.3%，净利润 2320 万元，同比增长 26.7%，环比增长 11%，单季度实现 EPS0.194 元。

收入 10%的意味着全年新增约 3700 万元的业务量，而前三季度 30%的收入增速预计超出了公关行业的平均增速，这一点极为不易，对于一个收入超过 4 亿元，员工超过 600 人的公关公司，要持续快速且超越行业增速并不容易。其增长的动力来自三个方面：（1）既有客户的公关开支增加；（2）新增客户带来业务量，包括新增大客户如大众、宝马等，也包括诸多小型客户；（3）提供新的服务形式，例如互联网和娱乐营销。

图表 1: 蓝色光标利润简表 (3Q2009-3Q2010)

单位, 百万元	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	YoY	QoQ	1-3Q09	1-3Q09	YoY
营业收入	105.7	124.2	71.3	117.9	134.8	27.4%	14.3%	249.5	324.0	29.9%
营业成本	47.4	60.6	27.0	51.9	65.8	38.7%	26.7%	106.1	144.7	36.4%
营业税金及附加	5.8	6.2	3.8	6.5	7.3	25.6%	13.2%	13.7	17.6	28.1%
销售费用	19.7	33.8	18.4	20.3	22.1	12.4%	9.0%	52.9	60.8	14.9%
管理费用	7.3	10.9	6.6	9.6	10.3	40.3%	7.3%	20.3	26.5	30.7%
财务费用	(0.1)	(0.1)	0.1	(0.4)	(4.1)	..	..	0.3	(4.3)	..
资产减值损失	1.4	(0.3)	0.7	0.4	1.5	8.2%	239.2%	2.1	2.7	28.1%
营业利润	24.2	13.1	14.5	29.6	31.8	31.6%	7.6%	54.0	75.9	40.6%
营业外收入	0.0	1.0	0.2	0.0	0.1	111.6%	..	0.5	0.3	-28.8%
营业外支出	0.0	0.3	0.0	0.0	0.4	..	..	0.0	0.4	..
利润总额	24.2	13.7	14.7	29.6	31.5	30.3%	6.7%	54.4	75.8	39.5%
所得税	5.6	4.6	3.8	7.3	7.9	41.0%	8.8%	13.3	18.9	42.3%
净利润	18.6	9.1	11.0	22.3	23.6	27.1%	6.0%	41.1	56.9	38.5%
少数股东损益	0.3	1.2	(0.2)	1.4	0.4	51.3%	-71.2%	1.1	1.6	45.7%
归属于母公司的净利润	18.3	8.0	11.2	20.9	23.2	26.7%	11.0%	40.0	55.4	38.3%
EPS	0.153	0.067	0.093	0.174	0.194	26.7%	11.0%	0.334	0.461	38.3%
grossmargin	55.2%	51.2%	62.0%	56.0%	51.2%	-4.0%	-4.8%	57.5%	55.3%	-2.1%
营业税金率	5.5%	5.0%	5.4%	5.5%	5.4%	-0.1%	-0.1%	5.5%	5.4%	-0.1%
销售费用率	18.6%	27.2%	25.8%	17.2%	16.4%	-2.2%	-0.8%	21.2%	18.8%	-2.4%
管理费用率	6.9%	8.7%	9.3%	8.1%	7.6%	0.7%	-0.5%	8.1%	8.2%	0.1%
营业利润率	22.9%	10.6%	20.4%	25.1%	23.6%	0.7%	-1.5%	21.6%	23.4%	1.8%
所得税率	23.1%	33.4%	25.4%	24.6%	25.0%	1.9%	0.5%	24.4%	24.9%	0.5%
净利率	17.6%	7.4%	15.4%	18.9%	17.5%	-0.1%	-1.4%	16.5%	17.6%	1.1%

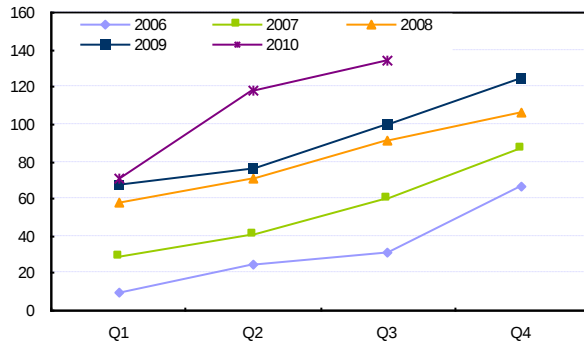
资料来源: 公司公告, Wind 资讯, 国信证券经济研究所

季节性决定四季度是收入高点和利润低点

公关和广告类似, 都存在很强的季节性效应。广告行业中, 一季度是淡季, 二、三季度是旺季, 而四季度又变淡, 四个季度收入从大到小的排序是: 三季度、二季度、四季度和一季度。而对于公关行业, 一季度是传统淡季, 二、三、四季度逐渐好转。因此, 四季度是公司全年单季收入的高点。

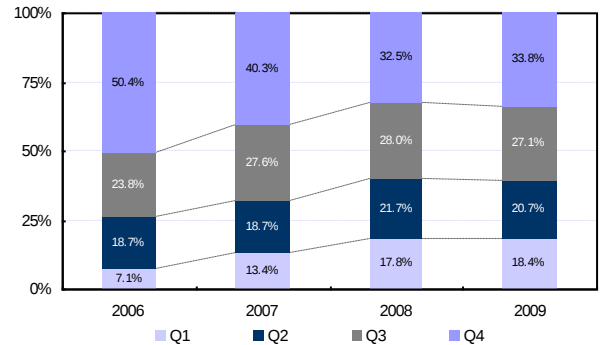
但由于员工奖金年底计提的原因，四季度的销售和管理费用为全年最高，另外由于年底税收清算时对业务招待费扣税的调整，使得四季度的所得税率为全年最高，因此尽管四季度是全年收入的高点，但却是净利润的低点。2009 年四个季度的净利润分别为 990 万元、1180 万元、1830 万元和 800 万元。四季度净利润甚至低于一季度。因此，简单以前三个季度的平均净利润乘以 4 计算全年净利润是不明智的。

图表 2: 蓝色光标收入的季节性，逐季好转



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图表 3: 蓝色光标收入的季节性特点



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

内涵与外延增长并重

内生增长方面：公司所服务的品牌数量不断增加，从 2006 年的 147 个，增加到 2009 年的 220 个。在巩固原有客户业务的基础上，年初又新签了宝马、上海大众等大客户，从而驱动了 2010 年收入和利润增长。以公司服务的“丰田”为例，2007 和 2008 年分别贡献了 1488 万元和 2934 万元收入。宝马和上海大众这样的客户并不亚于“丰田”，两者对 2010 年收入的贡献估计超过 3000 万元，直接驱动收入增长 8.6%。蓝色光标之前已经占据了 IT 行业公关的统治地位，而在签入宝马、上海大众后，逐渐成为汽车行业公关的王者。除去传统公关业务，蓝标在娱乐营销方面也取得了不错的进展。

外延增长方面：蓝色光标的战略目标是“成为一流的专业传播集团”，未来的业务架构将包括广告、公关、活动管理及其他传播增值服务在内的整合品牌管理服务，除了内生增长外，实现的主要路径为持续并购。并购的方向不局限于公关领域，而是品牌管理服务的全部领域。这一战略定位是典型的“WPP 模式”，WPP 在 1985 年借壳上市后，经过持续不断的并购，至 2008 年，收入增长了 1868 倍，23 年里营业收入的 CAGR 达到了 38.8%。从目前公关、广告、活动管理以及其他营销服务极度分散的行业格局看，蓝标并不缺乏并购机会。主要的并购方向包括：互联网广告和公关、传统公关公司等。

上调盈利预测，维持“推荐”评级

基于三季报既有的财务信息和对未来公关行业发展的判断，我们上调了蓝标收入增速的预测，上调幅度约为 10%。调整后，2010-12 年，蓝色光标的收入增长率分别为 29%、24%和 20%，由此，2010-12 年 EPS 分别为 0.55 元、0.72 元和 0.86 元，上调幅度分别为 6.6%、12.7%和 17.1%。当前股价下，对应的 PE 分别

为 56、42 和 36 倍，维持“推荐”评级。

股价表现的催化剂为：（1）业绩仍旧存在超预期的可能。（2）并购取得实质性进展。而投资风险表现在：（1）2011 年 2 月 26 日，存在 3358 万股解禁的压力；（2）9 月 3 日首次停牌筹划并购失败后，未来三个月不可能发生并购事项，并购最早也要到 12 月 3 日之后。

图表 4：蓝色光标盈利预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	123	827	834	864	营业收入	368	475	591	707
应收款项	87	78	97	116	营业成本	163	216	273	334
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	20	27	33	40
其他流动资产	4	0	1	1	销售费用	85	105	124	141
流动资产合计	213	906	932	981	管理费用	31	40	50	60
固定资产	65	61	86	99	财务费用	0	(7)	(14)	(14)
无形资产及其他	0	0	10	18	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	25	25	25	25	资产减值及公允价值变动	(2)	(3)	(2)	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	304	992	1053	1123	营业利润	67	92	122	144
短期借款及交易性金融负债	40	0	0	0	营业外净收支	1	0	0	0
应付款项	11	4	5	6	利润总额	69	92	122	144
其他流动负债	38	62	76	91	所得税费用	18	23	31	37
流动负债合计	89	66	81	97	少数股东损益	2	3	4	5
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	48	66	87	103
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
负债合计	89	66	81	97		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	5	7	9	11	净利润	48	66	87	103
股东权益	210	920	963	1015	资产减值准备	(0)	0	0	0
负债和股东权益总计	304	992	1053	1123	折旧摊销	3	2	3	5
					公允价值变动损失	2	3	2	2
					财务费用	0	(7)	(14)	(14)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(34)	29	(3)	(3)
	2009	2010E	2011E	2012E	其它	2	1	1	2
每股收益	0.40	0.55	0.72	0.86	经营活动现金流	21	101	91	109
每股红利	0.00	0.27	0.36	0.43	资本开支	(1)	(1)	(40)	(28)
每股净资产	3.50	7.67	8.03	8.46	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	23%	28%	37%	39%	投资活动现金流	(1)	(1)	(40)	(28)
ROE	23%	7%	9%	10%	权益性融资	4	677	0	0
毛利率	56%	55%	54%	53%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	19%	19%	19%	支付股利、利息	0	(33)	(43)	(51)
EBITDA Margin	20%	19%	19%	19%	其它融资现金流	(8)	(40)	0	0
收入增长	12%	29%	24%	20%	融资活动现金流	(4)	604	(43)	(51)
净利润增长率	12%	35%	33%	18%	现金净变动	16	704	8	30
资产负债率	31%	7%	9%	10%	货币资金的期初余额	107	123	827	834
息率	0.0%	0.9%	1.2%	1.4%	货币资金的期末余额	123	827	834	864
P/E	75.6	55.9	42.1	35.7	企业自由现金流	19	95	42	72
P/B	17.5	4.0	3.8	3.6	权益自由现金流	11	61	52	83
EV/EBITDA	51.1	40.8	32.5	26.8					

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
				岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908		
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
刘智景	021-60933148	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66215566
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339
高 宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康 亢	010-66026337
张 旭	010-66026340	阳 瑾	0755-82133538	刘 洋	
蔺晚熠	021-60933146	周 琦	0755-82133568		
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	021-60933166				
郑 云	021-60875163				
毛 甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	